

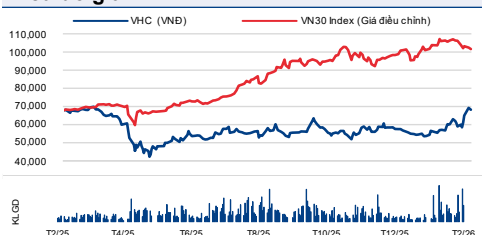
## Mua vào

Giá mục tiêu: VND71,000  
Tiềm năng tăng/giảm: 4.1%

|                                       |                             |
|---------------------------------------|-----------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (4/2/2026)</b> | <b>68,200</b>               |
| Mã Bloomberg                          | VHC VN                      |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)              | 42,280-69,871               |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)              | 68,533                      |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)             | 15,308                      |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)           | 589                         |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)               | 224                         |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)         | 224                         |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)            | 160                         |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN              | 100%                        |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                   | 28.8%                       |
| Tỷ lệ freefloat                       | 56.7%                       |
| Cổ đông lớn                           | Trương Thị Lệ Khanh (43.3%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-24A | 12-25F | 12-26F |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 12,535 | 12,533 | 13,821 |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 1,744  | 1,986  | 2,178  |
| LNTT (tỷ đồng)        | 1,496  | 1,783  | 1,861  |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 1,234  | 1,470  | 1,534  |
| FCF (tỷ đồng)         | 1,408  | 549    | 747    |
| EPS ĐC (đồng)         | 5,496  | 6,549  | 6,837  |
| DPS (đồng)            | 2,000  | 2,000  | 2,000  |
| BVPS (đồng)           | 38,685 | 44,710 | 50,857 |
| T. trưởng EBITDA (%)  | 24.7   | 13.9   | 9.70   |
| T. trưởng EPS ĐC (%)  | 31.9   | (0.70) | 4.39   |
| Tăng trưởng DPS (%)   | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 13.9   | 15.8   | 15.8   |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 11.9   | 14.2   | 13.5   |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 9.84   | 11.7   | 11.1   |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | 30.3   | 30.5   | 29.3   |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 20.1   | 12.6   | 12.4   |
| ROAE (%)              | 14.5   | 15.7   | 14.3   |
| ROACE (%)             | 14.5   | 15.4   | 14.6   |
| EV/doanh thu (lần)    | 1.36   | 1.32   | 1.21   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 9.76   | 8.33   | 7.66   |
| P/E ĐC (lần)          | 12.4   | 10.4   | 9.98   |
| P/B (lần)             | 1.76   | 1.53   | 1.34   |
| Lợi suất cổ tức (%)   | 2.93   | 2.93   | 2.93   |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

VHC là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam. Thị trường xuất khẩu chính gồm: Mỹ, Trung Quốc và Châu Âu.

## Chuyên viên phân tích

### Trương Hồng Kim

Trưởng phòng  
kim.thong@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

### Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng  
my.th@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 362

## Q4/2025: Kém tích cực và thấp hơn dự báo

- Lợi nhuận thuần Q4/2025 giảm 48% so với cùng kỳ xuống 222 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 2.715 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ, chủ yếu do xuất khẩu cá tra sang Mỹ suy yếu.
- Theo đó, doanh thu thuần năm 2025 giảm nhẹ 4% xuống 12.027 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng 9% đạt 1.347 tỷ đồng. Các kết quả này thấp hơn lần lượt 4% và 8% so với dự báo cho cả năm của HSC.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,1 lần (theo dự báo hiện tại của chúng tôi), sát với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,1 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

## Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2025

VHC đã công bố KQKD Q4/2025 yếu và thấp hơn kỳ vọng với doanh thu thuần đạt 2.715 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 222 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần thấp hơn lần lượt 15% và 36% so với dự báo của HSC.

Tính chung cả năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 1.347 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) trên doanh thu thuần 12.027 tỷ đồng (giảm 4%). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần thấp hơn lần lượt 4% và 8% so với dự báo cho cả năm của chúng tôi nhưng cao hơn khoảng 3% so với kịch bản cao của Công ty là 1.300 tỷ đồng.

## Doanh thu giảm do mảng cá tra suy yếu

Doanh thu cá tra Q4/2025 giảm xuống 1.464 tỷ đồng (giảm 21% so với cùng kỳ), chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm khoảng 32% so với cùng kỳ (theo dữ liệu hải quan) trong khi giá xuất khẩu bình quân cải thiện 8,4% so với cùng kỳ.

Mảng phụ phẩm có diễn biến tích cực hơn với doanh thu chỉ giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ xuống 480 tỷ đồng. Mảng collagen & gelatin ghi nhận một trong những kết quả theo quý tích cực nhất, với doanh thu Q4/2025 tăng 22% so với cùng kỳ đạt 173 tỷ đồng, bù đắp một phần cho sự suy yếu của mảng cá tra và phụ phẩm. Mảng sản phẩm giá trị gia tăng và các mảng khác cũng góp phần hỗ trợ doanh thu. Doanh thu các sản phẩm giá trị gia tăng tăng 28% so với cùng kỳ đạt 86 tỷ đồng trong Q4/2025 trong khi doanh thu các mảng khác tăng 14% so với cùng kỳ đạt 730 tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 5/2.

(Xem tiếp trang 2)

**Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q4/2025 và cả năm 2025, VHC**

| Tỷ đồng                   | Q4/24   | Q4/25   | So với cùng kỳ | 2024     | 2025     | Tăng trưởng |
|---------------------------|---------|---------|----------------|----------|----------|-------------|
| Doanh thu thuần           | 3,206   | 2,715   | -15.3%         | 12,535   | 12,027   | -4.1%       |
| Giá vốn hàng bán          | (2,628) | (2,286) | -13.0%         | (10,644) | (10,054) | -5.5%       |
| Lợi nhuận gộp             | 578     | 429     | -25.8%         | 1,891    | 1,973    | 4.3%        |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | 18.0%   | 15.8%   | -2.2 điểm %    | 15.1%    | 16.4%    | 1.3 điểm %  |
| Lợi nhuận tài chính       | 98      | 23      | -77.0%         | 207      | 257      | 24.5%       |
| Chi phí QL&BH             | (202)   | (154)   | -23.5%         | (639)    | (570)    | -10.7%      |
| Chi phí QL&BH / doanh thu | 6.3%    | 5.7%    | -0.6 điểm %    | 5.1%     | 4.7%     | -0.4 điểm % |
| Lợi nhuận HĐKD            | 474     | 293     | -38.2%         | 1,461    | 1,660    | 13.6%       |
| Thu nhập thuần khác       | 6       | (7)     | N/m            | 35       | 13       | -63.3%      |
| LNTT                      | 481     | 286     | -40.4%         | 1,496    | 1,673    | 11.8%       |
| Lợi nhuận thuần           | 425     | 222     | -47.8%         | 1,234    | 1,347    | 9.2%        |

Nguồn: VHC

Tính chung cả năm 2025, doanh thu cá tra giảm 8% xuống 6.363 tỷ đồng, chủ yếu do xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm 22,1%; thị trường này chiếm khoảng 30% tổng giá trị xuất khẩu của VHC.

Trong khi đó, doanh thu phụ phẩm tăng trưởng 6% đạt 1.953 tỷ đồng, góp phần hỗ trợ doanh thu hợp nhất trong bối cảnh mảng cá tra suy yếu. Doanh thu collagen & gelatin cả năm chỉ tăng trưởng 1% đạt 780 tỷ đồng, cho thấy phần lớn mức tăng trưởng tập trung trong Q4/2025. Doanh thu các sản phẩm giá trị gia tăng giảm 2% xuống 180 tỷ đồng, trong khi doanh thu các mảng khác tăng trưởng 7% đạt 2.969 tỷ đồng.

### **Thị trường Mỹ và Trung Quốc suy yếu làm giảm doanh thu**

Thị trường Mỹ tiếp tục suy giảm quý thứ hai liên tiếp, nhiều khả năng phản ánh tác động của các biện pháp thuế đối ứng được áp dụng chính thức từ tháng 8/2025. Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm 22% so với cùng kỳ xuống 795 tỷ đồng (so với mức giảm 11% so với cùng kỳ trong Q3/2025). Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ giảm xuống 27% từ mức 32% trong Q4/2024.

Tính chung cả năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ đạt 3.656 tỷ đồng, giảm 7%, được hỗ trợ nhờ mức tăng trưởng 10% so với cùng kỳ trong Q2/2025 nhờ hoạt động tích trữ hàng trước thời điểm áp thuế. Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ giảm xuống 30% từ mức 31% trong năm 2024.

Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc giảm 36% so với cùng kỳ xuống 202 tỷ đồng trong Q4/2025 và giảm 34% so với cùng kỳ xuống 829 tỷ đồng trong năm 2025. Thị trường Trung Quốc suy yếu trong suốt năm 2025, với tỷ trọng xuất khẩu giảm xuống 7% từ mức 10% trong Q4/2024. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu sang EU tăng 7% so với cùng kỳ đạt 562 tỷ đồng và chiếm 19% tổng doanh thu (so với 19% trong Q4/2024). Tính chung cả năm 2025, doanh thu xuất khẩu sang EU tăng trưởng 10% đạt 2.333 tỷ đồng. Thị trường EU hiện chiếm 19% tổng doanh thu của VHC (so với 17% trong năm 2024).

### **Lợi nhuận gộp thu hẹp do sản lượng giảm**

Lợi nhuận gộp Q4/2025 giảm 26% so với cùng kỳ xuống 429 tỷ đồng chủ yếu do sản lượng tiêu thụ ước tính giảm 32% so với cùng kỳ, đồng thời chi phí đầu vào tăng khoảng 10%. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp xuống 15,8% từ mức 18% trong Q4/2024.

Tuy nhiên, tính chung cả năm 2025, lợi nhuận gộp tăng trưởng 5% đạt 1.983 tỷ đồng. Điều này giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm cải thiện khoảng 1,3 điểm phần trăm lên 16,4%, so với mức 15,1% trong năm 2024, nhờ giá cá nguyên liệu giảm trong 9 tháng đầu năm 2025.

### **Chi phí quản lý & bán hàng được kiểm soát chặt chẽ giúp bù đắp cho doanh thu HĐ tài chính suy yếu**

Chi phí quản lý & bán hàng được kiểm soát tốt trong Q4/2025 và đã giảm 24% so với cùng kỳ xuống 154 tỷ đồng. Mức giảm này chủ yếu đến từ chi phí bán hàng giảm 21% so với cùng kỳ, trong đó chi phí vận chuyển, lưu kho và các dịch vụ thuê ngoài khác giảm mạnh 54% so với cùng kỳ. Việc kiểm soát chi phí hiệu quả đã bù đắp hoàn toàn mức giảm 15% so với cùng kỳ của doanh thu, qua đó giúp tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu giảm xuống 5,7% từ mức 6,3% trong Q4/2024.

Trong khi đó, lợi nhuận tài chính trong Q4/2025 giảm mạnh 77% so với cùng kỳ xuống 23 tỷ đồng, chủ yếu do lãi tỷ giá giảm 93% so với cùng kỳ.

Tính chung cả năm 2025, lợi nhuận tài chính đạt 257 tỷ đồng, tăng trưởng 25%, dù phần lớn khoản thu nhập này được ghi nhận trong 9 tháng đầu năm 2025. Chi phí quản lý & bán hàng giảm 11% xuống 570 tỷ đồng; theo đó, tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu trong năm 2025 cải thiện xuống 4,7% từ mức 5,1% trong năm 2024, qua đó hỗ trợ khả năng sinh lời chung.

Kết quả là lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 222 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần cả năm 2025 tăng trưởng 9% đạt 1.347 tỷ đồng.

## Xem xét lại khuyến nghị, giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, VHC đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,9 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,1 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q4/2025 và cả năm 2025 theo sản phẩm, VHC**

| Tỷ đồng            | Q4/24 | Q4/25 | So với cùng kỳ | 2024   | 2025   | Tăng trưởng |
|--------------------|-------|-------|----------------|--------|--------|-------------|
| Cá tra             | 1,850 | 1,464 | -20.9%         | 6,949  | 6,363  | -8.4%       |
| Phụ phẩm           | 505   | 480   | -5.0%          | 1,850  | 1,953  | 5.6%        |
| Collagen & gelatin | 142   | 173   | 21.8%          | 773    | 780    | 0.9%        |
| Sản phẩm GTGT      | 67    | 86    | 28.4%          | 183    | 180    | -1.6%       |
| Các sản phẩm khác  | 639   | 730   | 14.2%          | 2,777  | 2,969  | 6.9%        |
| Tổng               | 3,203 | 2,933 | -8.4%          | 12,532 | 12,245 | -2.3%       |

Nguồn: VHC

**Bảng 3: Cơ cấu doanh thu Q4/2025 và cả năm 2025 theo thị trường, VHC**

| Tỷ đồng             | Q4/24 | Q4/25 | So với cùng kỳ | 2024   | 2025   | Tăng trưởng |
|---------------------|-------|-------|----------------|--------|--------|-------------|
| Mỹ                  | 1,020 | 795   | -22.1%         | 3,937  | 3,656  | -7.1%       |
| EU                  | 525   | 562   | 7.0%           | 2,117  | 2,333  | 10.2%       |
| Trung Quốc          | 317   | 202   | -36.3%         | 1,248  | 829    | -33.6%      |
| Các thị trường khác | 1,341 | 1,374 | 2.5%           | 5,230  | 5,427  | 3.8%        |
| Tổng                | 3,203 | 2,933 | -8.4%          | 12,532 | 12,245 | -2.3%       |

Nguồn: VHC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 10,033       | 12,535       | 12,533       | 13,821       | 15,281       |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,493        | 1,891        | 2,071        | 2,328        | 2,615        |
| Chi phí BH&QL                       | (524)        | (639)        | (595)        | (691)        | (764)        |
| Thu nhập khác                       | 50.0         | 66.9         | 54.3         | 0            | 0            |
| Chi phí khác                        | (23.2)       | (31.8)       | (28.1)       | 0            | 0            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>996</b>   | <b>1,288</b> | <b>1,502</b> | <b>1,637</b> | <b>1,851</b> |
| Lãi vay thuần                       | 148          | 207          | 276          | 224          | 265          |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0.80         | 2.24         | 4.88         | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>1,145</b> | <b>1,496</b> | <b>1,783</b> | <b>1,861</b> | <b>2,116</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (171)        | (186)        | (221)        | (231)        | (263)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (54.6)       | (77.1)       | (91.8)       | (95.8)       | (109)        |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>919</b>   | <b>1,234</b> | <b>1,470</b> | <b>1,534</b> | <b>1,744</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>919</b>   | <b>1,234</b> | <b>1,470</b> | <b>1,534</b> | <b>1,744</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>1,398</b> | <b>1,744</b> | <b>1,986</b> | <b>2,178</b> | <b>2,379</b> |
| EPS (đồng)                          | 5,000        | 6,596        | 6,549        | 6,837        | 7,772        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 5,000        | 6,596        | 6,549        | 6,837        | 7,772        |
| DPS (đồng)                          | 2,000        | 2,000        | 2,000        | 2,000        | 2,000        |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 184          | 187          | 224          | 224          | 224          |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 187          | 224          | 224          | 224          | 224          |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 187          | 224          | 224          | 224          | 224          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 233           | 570           | 541           | 392           | 426           |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 2,069         | 2,340         | 2,887         | 3,753         | 4,128         |
| Phải thu khách hàng             | 1,578         | 2,207         | 1,998         | 2,234         | 2,503         |
| Hàng tồn kho                    | 3,763         | 2,911         | 3,662         | 3,840         | 3,984         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 245           | 213           | 227           | 274           | 279           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>7,888</b>  | <b>8,241</b>  | <b>9,314</b>  | <b>10,493</b> | <b>11,320</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 3,081         | 3,059         | 3,301         | 3,672         | 4,158         |
| TSCĐ vô hình                    | 463           | 471           | 443           | 414           | 384           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 55.9          | 55.9          | 50.0          | 50.0          | 50.0          |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 11.3          | 13.5          | 11.3          | 11.3          | 11.3          |
| Tài sản dài hạn khác            | 444           | 408           | 394           | 384           | 363           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>4,054</b>  | <b>4,008</b>  | <b>4,200</b>  | <b>4,531</b>  | <b>4,966</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>11,943</b> | <b>12,249</b> | <b>13,514</b> | <b>15,024</b> | <b>16,286</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 2,157         | 2,277         | 1,777         | 1,777         | 1,277         |
| Phải trả người bán              | 309           | 272           | 367           | 371           | 392           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 617           | 544           | 680           | 725           | 759           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>3,233</b>  | <b>3,193</b>  | <b>3,015</b>  | <b>3,049</b>  | <b>2,612</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 102           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 8.06          | 5.72          | 5.72          | 5.72          | 5.72          |
| Nợ dài hạn khác                 | 0.30          | 29.3          | 28.8          | 28.8          | 28.8          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>110</b>    | <b>35.0</b>   | <b>34.5</b>   | <b>34.5</b>   | <b>34.5</b>   |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>3,351</b>  | <b>3,247</b>  | <b>3,068</b>  | <b>3,102</b>  | <b>2,665</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 8,348         | 8,683         | 10,035        | 11,415        | 13,006        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 244           | 319           | 411           | 507           | 616           |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>8,591</b>  | <b>9,002</b>  | <b>10,446</b> | <b>11,922</b> | <b>13,621</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>11,943</b> | <b>12,249</b> | <b>13,514</b> | <b>15,024</b> | <b>16,286</b> |
| BVPS (đ)                        | 44,629        | 38,685        | 44,710        | 50,857        | 57,944        |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 2,026         | 1,707         | 1,236         | 1,385         | 851           |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A        | 12-24A       | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|--------------------------------------------|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 996           | 1,288        | 1,502          | 1,637          | 1,851          |
| Khấu hao                                   | (402)         | (456)        | (484)          | (541)          | (528)          |
| Lãi vay thuần                              | 148           | 207          | 276            | 224            | 265            |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (315)         | (259)        | (221)          | (231)          | (263)          |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (470)         | 742          | (462)          | (396)          | (357)          |
| Khác                                       | (67.0)        | (114)        | (91.1)         | 44.2           | 49.4           |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>546</b>    | <b>2,113</b> | <b>1,212</b>   | <b>1,595</b>   | <b>1,809</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (677)         | (705)        | (662)          | (848)          | (949)          |
| Góp vốn & đầu tư                           | (3,552)       | (4,171)      | 0              | 0              | 0              |
| Thanh lý                                   | 4.49          | 10.8         | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | 3,431         | 4,003        | 422            | 433            | 477            |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(793)</b>  | <b>(863)</b> | <b>(241)</b>   | <b>(415)</b>   | <b>(472)</b>   |
| Cổ tức trả cho CSH                         | 0             | (899)        | 0              | 0              | 0              |
| Thu từ phát hành CP                        | 56.7          | 0            | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | (129)         | (12.5)       | (1,000)        | (1,329)        | (1,303)        |
| Khác                                       | 0             | 0            | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(72.5)</b> | <b>(912)</b> | <b>(1,000)</b> | <b>(1,329)</b> | <b>(1,303)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 554           | 233          | 570            | 541            | 392            |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(320)</b>  | <b>338</b>   | <b>(29.1)</b>  | <b>(149)</b>   | <b>34.0</b>    |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (1.58)        | (0.71)       | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>232</b>    | <b>570</b>   | <b>541</b>     | <b>392</b>     | <b>426</b>     |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(131)</b>  | <b>1,408</b> | <b>549</b>     | <b>747</b>     | <b>860</b>     |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 14.9   | 15.1   | 16.5   | 16.8   | 17.1   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 13.9   | 13.9   | 15.8   | 15.8   | 15.6   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 9.16   | 9.84   | 11.7   | 11.1   | 11.4   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 15.0   | 12.4   | 12.4   | 12.4   | 12.4   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (24.2) | 24.9   | (0.01) | 10.3   | 10.6   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (45.9) | 24.7   | 13.9   | 9.70   | 9.22   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (53.5) | 34.2   | 19.2   | 4.39   | 13.7   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (53.6) | 31.9   | (0.70) | 4.39   | 13.7   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (53.6) | 9.93   | 19.2   | 4.39   | 13.7   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 40.0   | 30.3   | 30.5   | 29.3   | 25.7   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 11.6   | 14.5   | 15.7   | 14.3   | 14.3   |
| ROACE (%)                 | 12.0   | 14.5   | 15.4   | 14.6   | 14.4   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.85   | 1.04   | 0.97   | 0.97   | 0.98   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.55   | 1.64   | 0.81   | 0.97   | 0.98   |
| Số ngày tồn kho           | 161    | 99.8   | 128    | 122    | 115    |
| Số ngày phải thu          | 67.4   | 75.7   | 69.7   | 71.0   | 72.1   |
| Số ngày phải trả          | 13.2   | 9.31   | 12.8   | 11.8   | 11.3   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 24.5   | 20.1   | 12.6   | 12.4   | 6.82   |
| Nợ/tài sản (%)            | 19.1   | 18.9   | 13.3   | 12.0   | 8.06   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.63   | 1.33   | 0.91   | 0.83   | 0.55   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.44   | 2.58   | 3.09   | 3.44   | 4.33   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.47   | 1.36   | 1.32   | 1.21   | 1.06   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 10.6   | 9.76   | 8.33   | 7.66   | 6.79   |
| P/E (lần)                 | 13.6   | 10.3   | 10.4   | 9.98   | 8.78   |
| P/E ĐC (lần)              | 13.6   | 12.4   | 10.4   | 9.98   | 8.78   |
| P/B (lần)                 | 1.53   | 1.76   | 1.53   | 1.34   | 1.18   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 2.93   | 2.93   | 2.93   | 2.93   | 2.93   |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)